

➤ **本周关注：中国中车、中国船舶、中国动力、三一重工。**

➤ **2017-2023 年，我国对主要发展中国家出口快速提升。**我国出口总额从 2000 年的 0.25 亿美元提升至 2023 年的 3.38 亿美元，CAGR=12.0%，2023 年出口总额相比 2017 年增 49.3%。我国出口美国金额从 2000 年的 521 亿美元提升至 2023 年的 5,003 亿美元，CAGR=10.3%，2023 年对美出口总额相比 2017 年增 16.4%，可见贸易摩擦影响相对有限；2023 年我国出口美国金额占总出口比例降至 14.8%，相比 2017 年降 4.2pct。参考美国贸易代表办公室(USTR)分析数据，从 2018 年 6 月开始对我国商品征收 301 关税至今，我国附带关税的商品出口美国的指数呈现走弱迹象，没有 301 关税的商品出口走强，其他国家的出口也呈现走强趋势。基于我国企业未来建设海外生产基地的概率大小，我们选择印度、印度尼西亚、马来西亚、泰国、越南、俄罗斯联邦、巴西及墨西哥作为研究对象。2000-2023 年，我国出口上述 8 国的金额从 158 亿美元提升至 7,352 亿美元，其中 2017-2023 年出口金额占我国出口总额比例从 16.0%提升至 21.8%。从 2017-2023 年我国出口占比结构来看，8 大发展中经济体的出口比例提升覆盖了对美出口比例的下滑，即中美贸易摩擦背景下，产业转移及转口贸易迹象显著。

➤ **复盘 2018-2019 年机械行业海外毛利率相对稳定，2018 年有“抢出货”的可能性，今年可能出现类似情况。**从 2017-2023 年机械行业海外营收占比看，2017~2020 年，海外营收占比分别是 16.5%/18.1%/17.1%/15.1%，其中 2018 年占比提升明显，2019 年处在去库阶段，2020 年初全球公共卫生事件，2020H2 进入加库阶段，但 2022-2023 年因为国内增速较慢，机械出口营收占比进一步提升。2018 年 3 月 22 日，特朗普正式宣布将对从中国进口的商品大规模加征关税，从我国出口美国的月度金额同比看，2018 年 2 月同比增速较快，2018 年 4-11 月平均维持 12.5%的同比增速，超越了 2017 年 11.5%的同比增速，有一定“抢出口”的迹象。在今年美国大选的氛围下，“特朗普交易”再度升温，特别是特朗普宣称其若当选国家总统将对我国加征关税，我们预计今年可能也将出现“抢出口”的情况，特别是美国对我国进口依赖度较高的商品。我们统计后得出，当下美国对我国进口依赖度较高且金额较大的产品包括电信设备、办公机器和自动处理设备、金属制品、家具和床上用品、服饰用品、电机&仪器和电器、通用工业机械等。我们复盘 2018-2023 年机械行业国内及海外毛利率情况看，2018-2019 年征收关税的背景下，机械行业海外业务毛利率反而呈现同比稳定略提升的趋势，我们理解为大多关税最终传导给了终端消费者，而 2021 年毛利率同比下滑 0.9pct，主要受海运费涨价、原材料（螺纹钢）涨价及人民币升值的影响，2022-2023 年在海运费&原材料跌价及人民币贬值的情况下，海外业务毛利率呈现快速提升趋势。2018-2019 年美国对我国产品征收 301 关税主要有 4 次，我们计算得出综合关税税率为 15.5%，2023 年，我国出口美国金额占总出口比例 14.8%，我们假设美国关税上调至 60%，则我国整体出口商品关税税率提升 6.6%。

➤ **投资建议：**短期需要规避美国大选给出口链带来的扰动，但中长期建议关注出海投资机会，尤其全球有竞争力的机械行业，例如工程机械、船舶、叉车、高机、注塑机等。

➤ **风险提示：**贸易摩擦加剧风险、汇率波动风险。

推荐

维持评级



分析师 李哲

执业证书：S0100521110006

邮箱：lizhe_yj@mszq.com

分析师 罗松

执业证书：S0100521110010

邮箱：luosong@mszq.com

相关研究

- 1.一周解一惑系列：低矿石品位+高勘探成本，磨机大型化趋势明显-2024/07/28
- 2.一周解一惑系列：AI 助力苹果“换机潮”，果链设备受益-2024/07/21
- 3.一周解一惑系列：大出海时代复盘：日本机械出海启示录-2024/07/14
- 4.一周解一惑系列：隧道工程机械行业梳理-2024/07/07
- 5.一周解一惑系列：3C 领域自动化率提升带来的投资机会-2024/06/30

目录

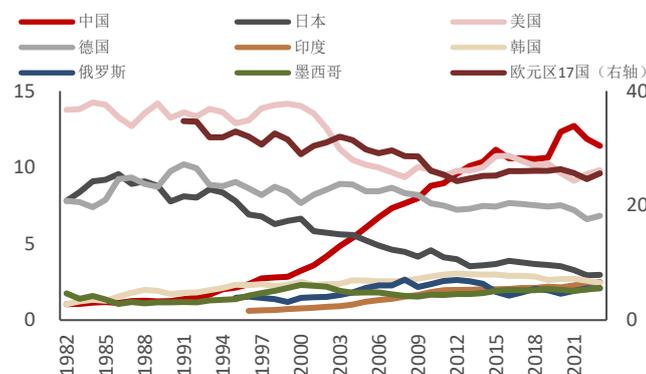
1 2017-2023 年，我国对发展中国家出口快速提升	3
1.1 2017-2023 年，我国出口美国比例降 4.2pct 至 14.8%	3
1.2 2017-2023 年，美国关税导致我国份额降低	4
1.3 2017-2023 年，我国出口 8 大发展中国家比例增 5.8pct 至 21.8%	5
2 复盘 2018-2019 年贸易摩擦下的机械行业	8
2.1 2018 年贸易摩擦背景下出口金额提升	8
2.2 2018-2019 年机械行业海外毛利率相对稳定	9
3 风险提示	10
插图目录	11
表格目录	11

1 2017-2023 年, 我国对发展中国家出口快速提升

1.1 2017-2023 年, 我国出口美国比例降 4.2pct 至 14.8%

我们从 1982-2023 年全球重要外贸型国家商品和服务出口总额占全球比例来看, 21 世纪以来我国商品和服务出口金额占全球出口总额比例快速提升, 2021 年占比高达 12.72%, 超越了德国最高的 10.2%(1991 年), 及日本最高时候的 9.56% (1986 年), 低于美国最高的 14.25% (1984 年)。美国对我国贸易逆差 (季调) 占美国进出口差额比例在 2015Q1 达到历史最高的 70.8%, 2024Q1 该比例降至 30.1%。

图1: 1982-2023 年我国商品和服务出口占全球比例 (%)



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

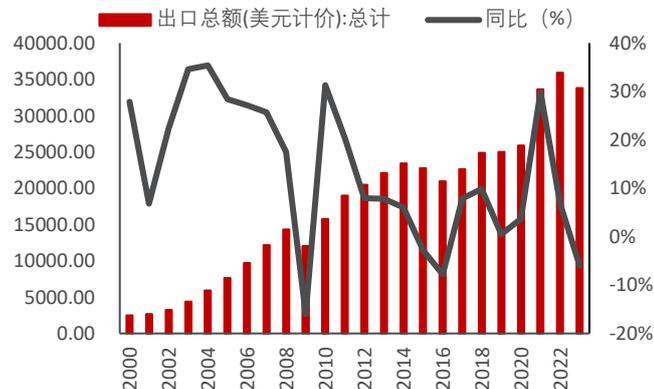
图2: 美国对中国贸易逆差 (季调) 及占进出口差额比例 (%)



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

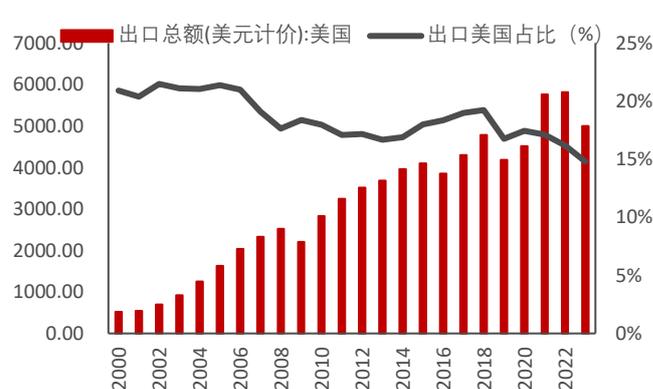
我国出口总额从 2000 年的 0.25 亿美元提升至 2023 年的 3.38 亿美元, CAGR=12.0%, 2023 年出口总额相比 2017 年增 49.3%。我国出口美国金额从 2000 年的 521 亿美元提升至 2023 年的 5,003 亿美元, CAGR=10.3%, 2023 年对美出口总额相比 2017 年增 16.4%, 可见贸易摩擦影响相对有限; 2023 年我国出口美国金额占总出口比例降至 14.8%, 相比 2017 年降 4.2pct。

图3: 2000-2023 年我国出口总额及同比



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图4: 2000-2023 年我国出口美国总额及占出口比例



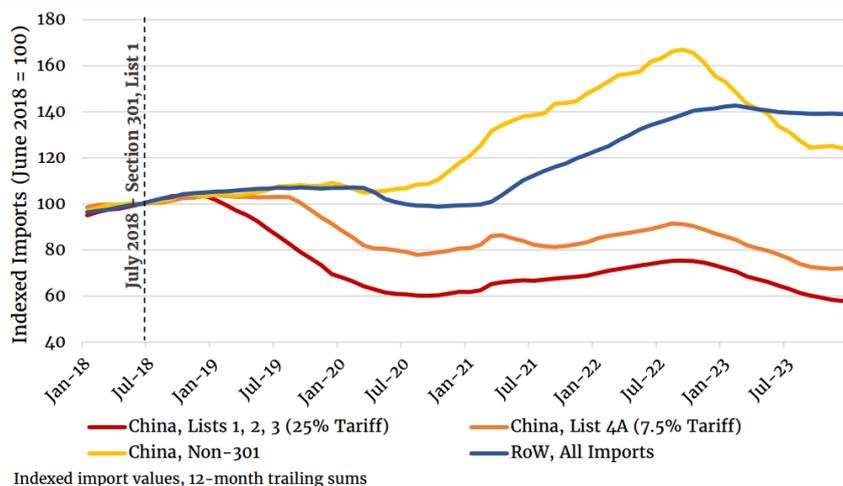
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

1.2 2017-2023 年，美国关税导致我国份额降低

在 2018 年开始的中美贸易摩擦中，美国对我国产品征收 301 关税主要有 4 次，第一次，2018 年 6 月宣布对 340 亿美元（818 个关税子目录，2017 年）商品征收 25% 关税；第二次，2018 年 8 月 23 日宣布对 160 亿美元（279 个关税子目录，2017 年）商品征收 25% 关税；第三次，2018 年 9 月 21 日宣布对 2,000 亿美元（5,745 个关税子目录，2017 年）商品征收 10% 关税（2018 年 9 月 24 日开始执行，2019 年 5 月 10 日起提升至 25%）；第四次，2019 年 5 月 17 日宣布对 3,000 亿美元中的一部分（3,243 个关税子目录，2017 年）商品征收 10% 关税（2019 年 8 月 30 日上调关税至 15%，2020 年 2 月 14 日下调税率至 7.5%）。

参考美国贸易代表办公室（USTR）分析数据，从 2018 年 6 月开始对我国商品征收 301 关税至今，我国附带关税的商品出口美国的指数呈现走弱迹象，没有 301 关税的商品出口走强，其他国家的出口也呈现走强趋势。

图5：按 301 条款分类的美国商品进口指数（2018 年 6 月=100）¹

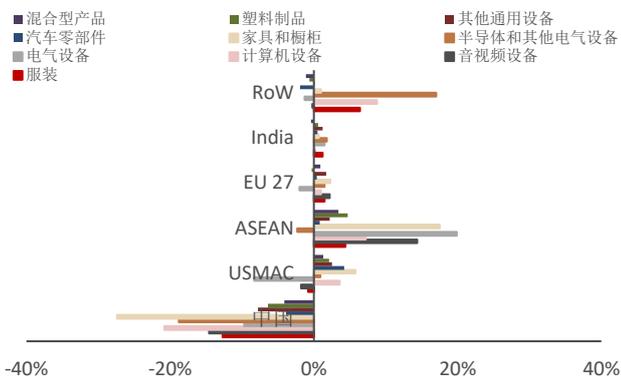


资料来源：USTR，民生证券研究院

从美国进口的 10 大产品品类，2023 年相对 2017 年市场份额变化来看，我国出口占比均出现下滑，被征收关税的出口品类份额均有下降，受损较小的包括通用机械、汽车零部件、塑料制品，受损较大的包括家具和橱柜、计算机设备、半导体和其他电气设备，东盟、墨西哥、欧盟 27 国等显著受益，这些也是我国 2017-2023 年出口增速较快的区域，可能存在一定的转口贸易情况。

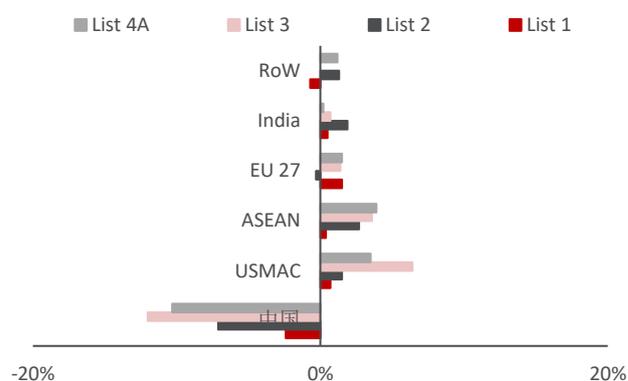
¹ List 1: 818 个关税子目录（2017 年贸易额 340 亿美元）；List 2: 279 个关税子目录（2017 年贸易额 160 亿美元）；List 3: 5,745 个关税子目录，贸易价值约为 2000 亿美元；List 4A: 3,243 个关税子目录。

图6: 2023 VS 2017 美国进口国市场份额变化幅度



资料来源: USTR, 民生证券研究院

图7: 2023 VS 2017 美国进口国市场份额变化幅度

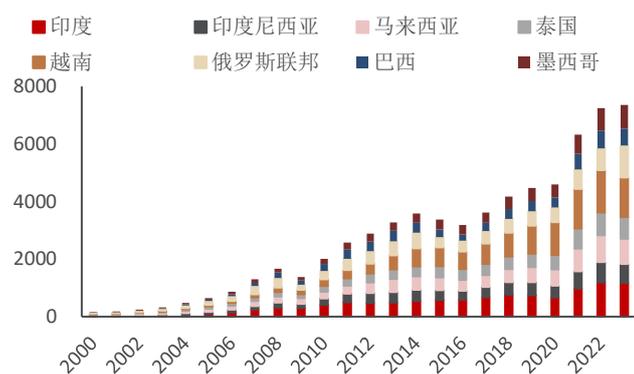


资料来源: USTR, 民生证券研究院

1.3 2017-2023 年，我国出口 8 大发展中国家比例增 5.8pct 至 21.8%

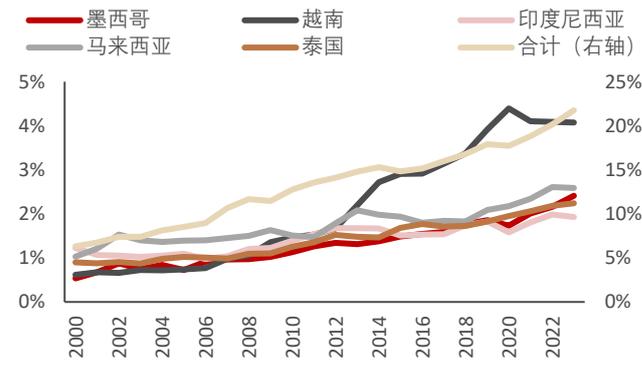
基于我国企业未来建设海外生产基地的概率大小，我们选择印度、印度尼西亚、马来西亚、泰国、越南、俄罗斯联邦、巴西及墨西哥作为研究对象。2000-2023 年，我国出口上述 8 大发展中国家的金额从 158 亿美元提升至 7,352 亿美元，其中 2017-2023 年出口金额占我国出口总额比例从 16.0%提升至 21.8%。

图8: 2000-2023 年我国出口主要发展中经济体金额



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图9: 2000-2023 年我国出口主要发展中经济体占比



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

从 2017-2023 年我国出口占比结构来看，8 大发展中国家的出口比例提升覆盖了对美出口比例的下滑，即中美贸易摩擦背景下，产业转移及转口贸易迹象显著。

表1：2000-2023年我国出口主要国家和地区金额占比

年份	中国香港	印度	日本	韩国	中国台湾	印尼	马来	菲律宾	新加坡	泰国	越南	英国
2000	17.9%	0.6%	16.7%	4.5%	2.0%	1.2%	1.0%	0.6%	2.3%	0.9%	0.6%	2.5%
2001	17.5%	0.7%	16.9%	4.7%	1.9%	1.1%	1.2%	0.6%	2.2%	0.9%	0.7%	2.5%
2002	18.0%	0.8%	14.9%	4.8%	2.0%	1.1%	1.5%	0.6%	2.1%	0.9%	0.7%	2.5%
2003	17.4%	0.8%	13.6%	4.6%	2.1%	1.0%	1.4%	0.7%	2.0%	0.9%	0.7%	2.5%
2004	17.0%	1.0%	12.4%	4.7%	2.3%	1.1%	1.4%	0.7%	2.1%	1.0%	0.7%	2.5%
2005	16.3%	1.2%	11.0%	4.6%	2.2%	1.1%	1.4%	0.6%	2.2%	1.0%	0.7%	2.5%
2006	16.0%	1.5%	9.5%	4.6%	2.1%	1.0%	1.4%	0.6%	2.4%	1.0%	0.8%	2.5%
2007	15.1%	2.0%	8.4%	4.6%	1.9%	1.0%	1.5%	0.6%	2.4%	1.0%	1.0%	2.6%
2008	13.3%	2.2%	8.1%	5.2%	1.8%	1.2%	1.5%	0.6%	2.3%	1.1%	1.1%	2.5%
2009	13.8%	2.5%	8.1%	4.5%	1.7%	1.2%	1.6%	0.7%	2.5%	1.1%	1.4%	2.6%
2010	13.8%	2.6%	7.7%	4.4%	1.9%	1.4%	1.5%	0.7%	2.1%	1.3%	1.5%	2.5%
2011	14.1%	2.7%	7.8%	4.4%	1.8%	1.5%	1.5%	0.8%	1.9%	1.4%	1.5%	2.3%
2012	15.8%	2.3%	7.4%	4.3%	1.8%	1.7%	1.8%	0.8%	2.0%	1.5%	1.7%	2.3%
2013	17.4%	2.2%	6.8%	4.1%	1.8%	1.7%	2.1%	0.9%	2.1%	1.5%	2.2%	2.3%
2014	15.5%	2.3%	6.4%	4.3%	2.0%	1.7%	2.0%	1.0%	2.1%	1.5%	2.7%	2.4%
2015	14.6%	2.6%	6.0%	4.5%	2.0%	1.5%	1.9%	1.2%	2.3%	1.7%	2.9%	2.6%
2016	13.7%	2.8%	6.2%	4.5%	1.9%	1.5%	1.8%	1.4%	2.1%	1.8%	2.9%	2.7%
2017	12.3%	3.0%	6.1%	4.5%	1.9%	1.5%	1.8%	1.4%	2.0%	1.7%	3.1%	2.5%
2018	12.1%	3.1%	5.9%	4.4%	2.0%	1.7%	1.8%	1.4%	2.0%	1.7%	3.4%	2.3%
2019	11.2%	3.0%	5.7%	4.4%	2.2%	1.8%	2.1%	1.6%	2.2%	1.8%	3.9%	2.5%
2020	10.5%	2.6%	5.5%	4.3%	2.3%	1.6%	2.2%	1.6%	2.2%	2.0%	4.4%	2.8%
2021	10.4%	2.9%	4.9%	4.4%	2.3%	1.8%	2.3%	1.7%	1.6%	2.1%	4.1%	2.6%
2022	8.3%	3.3%	4.8%	4.5%	2.3%	2.0%	2.6%	1.8%	2.3%	2.2%	4.1%	2.3%
2023	8.1%	3.5%	4.7%	4.4%	2.0%	1.9%	2.6%	1.6%	2.3%	2.2%	4.1%	2.3%

资料来源：同花顺，民生证券研究院

表2：2000-2023 年我国出口主要国家和地区金额占比

年份	德国	法国	意大利	荷兰	俄罗斯	南非	巴西	加拿大	美国	澳大利亚	新西兰	墨西哥
2000	3.7%	1.5%	1.5%	2.7%	0.9%	0.4%	0.5%	1.3%	20.9%	1.4%	0.2%	0.5%
2001	3.7%	1.4%	1.5%	2.7%	1.0%	0.4%	0.5%	1.3%	20.4%	1.3%	0.2%	0.7%
2002	3.5%	1.3%	1.5%	2.8%	1.1%	0.4%	0.5%	1.3%	21.5%	1.4%	0.2%	0.9%
2003	4.0%	1.7%	1.5%	3.1%	1.4%	0.5%	0.5%	1.3%	21.1%	1.4%	0.2%	0.7%
2004	4.0%	1.7%	1.6%	3.1%	1.5%	0.5%	0.6%	1.4%	21.1%	1.5%	0.2%	0.8%
2005	4.3%	1.5%	1.5%	3.4%	1.7%	0.5%	0.6%	1.5%	21.4%	1.5%	0.2%	0.7%
2006	4.2%	1.4%	1.6%	3.2%	1.6%	0.6%	0.8%	1.6%	21.0%	1.4%	0.2%	0.9%
2007	4.0%	1.7%	1.7%	3.4%	2.3%	0.6%	0.9%	1.6%	19.1%	1.5%	0.2%	1.0%
2008	4.1%	1.6%	1.9%	3.2%	2.3%	0.6%	1.3%	1.5%	17.6%	1.6%	0.2%	1.0%
2009	4.2%	1.8%	1.7%	3.1%	1.5%	0.6%	1.2%	1.5%	18.4%	1.7%	0.2%	1.0%
2010	4.3%	1.8%	2.0%	3.2%	1.9%	0.7%	1.6%	1.4%	18.0%	1.7%	0.2%	1.1%
2011	4.0%	1.6%	1.8%	3.1%	2.0%	0.7%	1.7%	1.3%	17.1%	1.8%	0.2%	1.3%
2012	3.4%	1.3%	1.3%	2.9%	2.2%	0.7%	1.6%	1.4%	17.2%	1.8%	0.2%	1.3%
2013	3.0%	1.2%	1.2%	2.7%	2.2%	0.8%	1.6%	1.3%	16.7%	1.7%	0.2%	1.3%
2014	3.1%	1.2%	1.2%	2.8%	2.3%	0.7%	1.5%	1.3%	16.9%	1.7%	0.2%	1.4%
2015	3.0%	1.2%	1.2%	2.6%	1.5%	0.7%	1.2%	1.3%	18.0%	1.8%	0.2%	1.5%
2016	3.1%	1.2%	1.3%	2.7%	1.8%	0.6%	1.0%	1.3%	18.4%	1.8%	0.2%	1.5%
2017	3.1%	1.2%	1.3%	3.0%	1.9%	0.7%	1.3%	1.4%	19.0%	1.8%	0.2%	1.6%
2018	3.1%	1.2%	1.3%	2.9%	1.9%	0.7%	1.4%	1.4%	19.2%	1.9%	0.2%	1.8%
2019	3.2%	1.3%	1.3%	3.0%	2.0%	0.7%	1.4%	1.5%	16.8%	1.9%	0.2%	1.9%
2020	3.4%	1.4%	1.3%	3.0%	2.0%	0.6%	1.3%	1.6%	17.4%	2.1%	0.2%	1.7%
2021	3.4%	1.4%	1.3%	3.0%	2.0%	0.6%	1.6%	1.5%	17.1%	2.0%	0.3%	2.0%
2022	3.2%	1.3%	1.4%	3.3%	2.1%	0.7%	1.7%	1.5%	16.2%	2.2%	0.3%	2.2%
2023	3.0%	1.2%	1.3%	3.0%	3.3%	0.7%	1.7%	1.3%	14.8%	2.2%	0.2%	2.4%

资料来源：同花顺，民生证券研究院

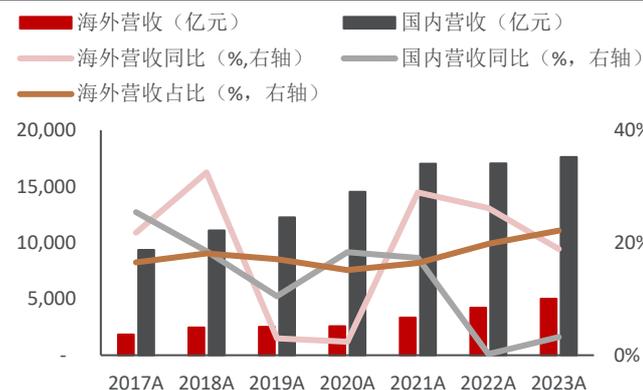
2 复盘 2018-2019 年贸易摩擦下的机械行业

2.1 2018 年贸易摩擦背景下出口金额提升

从 2017-2023 年机械行业海外营收占比看，2017~2020 年，海外营收占比分别是 16.5%/18.1%/17.1%/15.1%，其中 2018 年占比提升明显，2019 年处在去库阶段，2020 年初全球公共卫生事件，2020H2 进入加库阶段，但 2022-2023 年因为国内增速较慢，机械出口营收占比进一步提升。

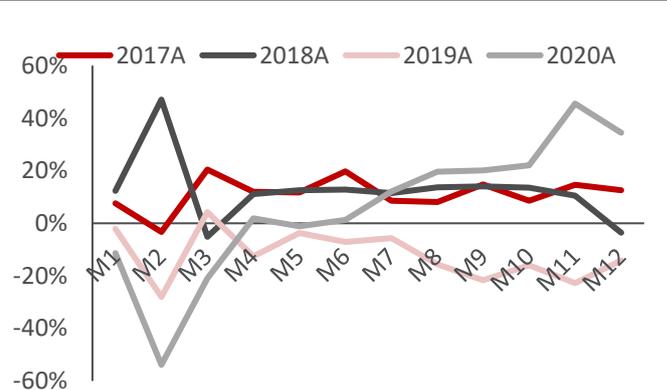
2018 年 3 月 22 日，特朗普正式宣布将对从中国进口的商品大规模加征关税，从我国出口美国的月度金额同比看，2018 年 2 月同比增速较快，2018 年 4-11 月平均维持 12.5% 的同比增速，超越了 2017 年 11.5% 的同比增速，有一定“抢出口”的迹象。

图10：2017-2023 年机械行业国外营收及占比情况



资料来源：同花顺，民生证券研究院

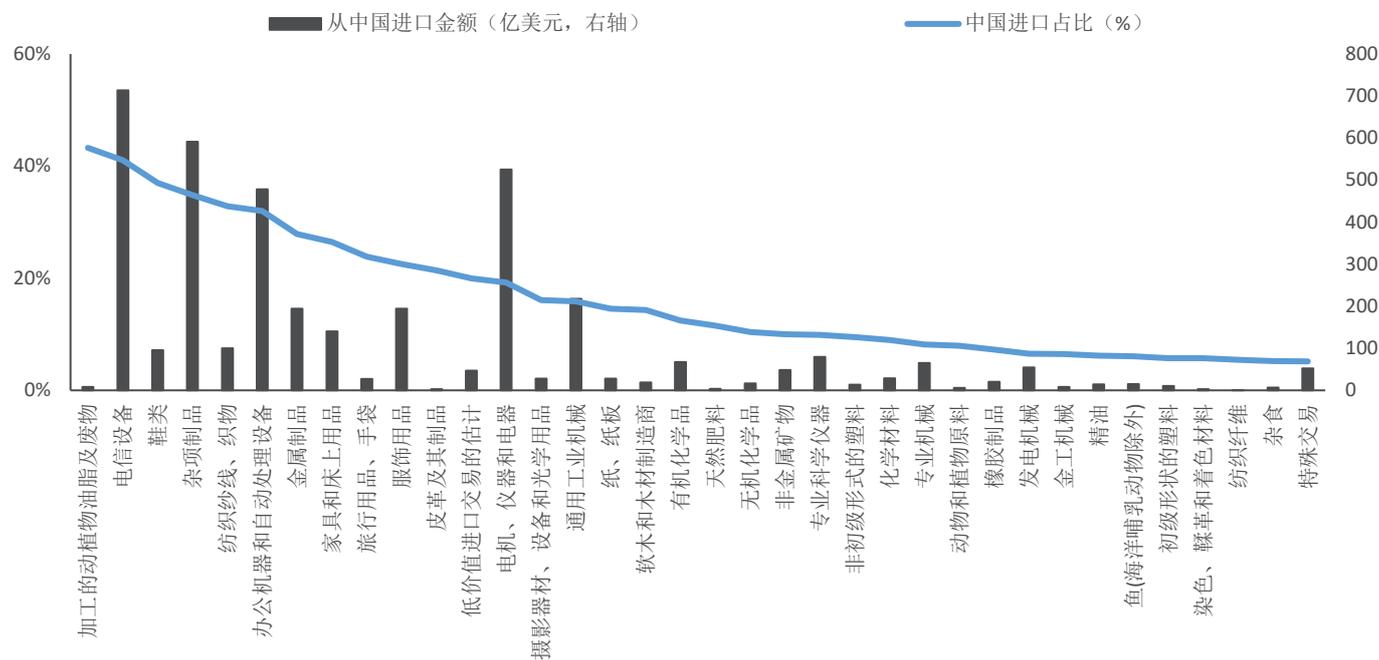
图11：2017-2020 年我国出口美国月度金额同比



资料来源：同花顺，民生证券研究院

在今年美国大选的氛围下，“特朗普交易”再度升温，特别是特朗普宣称其若当选国家总统将对我国加征关税，我们预计今年可能也将出现“抢出口”的情况，特别是美国对我国进口依赖度较高的商品。我们统计后得出，当下美国对我国进口依赖度较高且金额较大的产品包括电信设备、办公机器和自动处理设备、金属制品、家具和床上用品、服饰用品、电机&仪器和电器、通用工业机械等。

图12：美国从中国一般进口金额及占其进口比例（2023年）

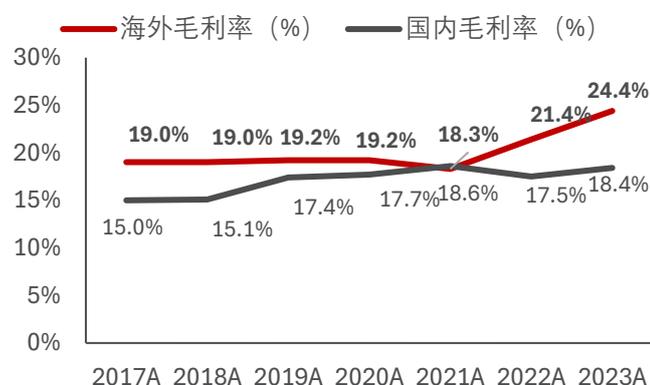


资料来源：同花顺，民生证券研究院

2.2 2018-2019 年机械行业海外毛利率相对稳定

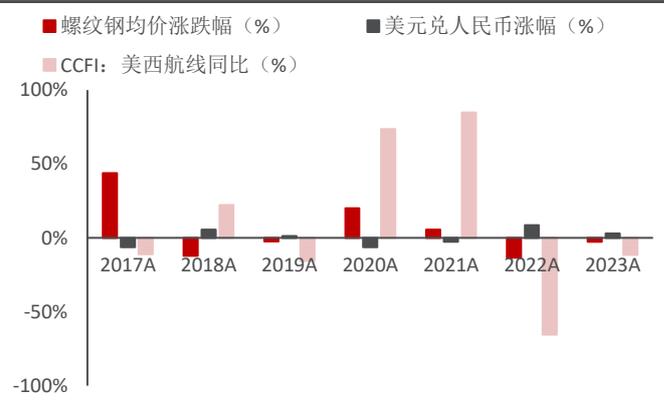
我们复盘 2017-2023 年机械行业国内及海外毛利率情况看，2018-2019 年征收关税的背景下，机械行业海外业务毛利率反而呈现同比稳定略提升的趋势，我们理解为大多关税最终传导给了终端消费者，而 2021 年毛利率同比下滑 0.9pct，主要受海运费涨价、原材料（螺纹钢）涨价及人民币升值的影响，2022-2023 年在海运费&原材料跌价及人民币贬值的情况下，海外业务毛利率呈现快速提升趋势。

图13：2017-2023 年机械行业国内外毛利率情况



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图14：2017-2023 年螺纹钢均价，汇率及海运费情况



资料来源：同花顺，民生证券研究院

2018-2019 年美国对我国产品征收 301 关税主要有 4 次，我们计算得出综合关税税率为 15.5%，2023 年，我国出口美国金额占总出口比例 14.8%，我们假设美国关税上调至 60%，则我国整体出口商品关税税率提升 6.6pct。

3 风险提示

1) **贸易摩擦加剧风险。**美国存在继续加征关税的可能性，如果特朗普当选总统后，假设关税加征超预期，对我国出口链企业将带来较大的关税压力。

2) **汇率波动风险。**出口链公司均会面临汇率波动的风险，当下全球经济不确定性较高，汇率波动会对企业的经营带来较大的不确定性。

插图目录

图 1: 1982-2023 年我国商品和服务出口占全球比例 (%)	3
图 2: 美国对中国贸易逆差 (季调) 及占进出口差额比例 (%)	3
图 3: 2000-2023 年我国出口总额及同比	3
图 4: 2000-2023 年我国出口美国总额及占出口比例	3
图 5: 按 301 条款分类的美国商品进口指数 (2018 年 6 月=100)	4
图 6: 2023 VS 2017 美国进口国市场份额变化幅度	5
图 7: 2023 VS 2017 美国进口国市场份额变化幅度	5
图 8: 2000-2023 年我国出口主要发展中经济体金额	5
图 9: 2000-2023 年我国出口主要发展中经济体占比	5
图 10: 2017-2023 年机械行业国外营收及占比情况	8
图 11: 2017-2020 年我国出口美国月度金额同比	8
图 12: 美国从中国一般进口金额及占其进口比例 (2023 年)	9
图 13: 2017-2023 年机械行业国内外毛利率情况	9
图 14: 2017-2023 年螺纹钢均价, 汇率及海运费情况	9

表格目录

表 1: 2000-2023 年我国出口主要国家和地区金额占比	6
表 2: 2000-2023 年我国出口主要国家和地区金额占比	7

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026